

## **Markedskommentar november: Mens vi venter på ECB og FED!**

November blev en forholdsvis rolig måned med stigende aktier og en styrket dollar ift. til euroen. Det resulterede i positive afkast i vores 3 afdelinger på mellem 1,4 % og 2,5 %. Udviklingen var primært drevet af forventningen om yderligere stimuli fra specielt ECB, men ligeledes fra Kina og Japan, samt udsigten til den første rentestigning i USA i 10 år.

ECB og centralbankchef Mario Draghi vil bekæmpe den meget lave inflation og moderate vækst i Eurozonen med yderligere stimuli, der forventes at blive annonceret på centralbankens december-møde. De nye tiltag forventes at være yderligere månedlige opkøb af obligationer, en forlængelse af perioden for opkøb og en evt. ny rentenedsættelse. Alt dette er godt nyt for aktiemarkedet, da det bl.a. svækker euroen og dermed øger virksomhedernes konkurrenceevne samt øger bankernes udlåns incitament til private og virksomheder. Centralbankens målsætning er en inflation tæt på men under 2 %.

Den amerikanske centralbank står over for den første rentestigning i 10 år. Nøgletallene for arbejds- og boligmarkedet samt forbrug retfærdiggør en rentestigning, og markedet forventer med 75 % sandsynlighed, at renten hæves på december-mødet i den amerikanske centralbank. Der er dog stadig to forhold, der taler imod en rentestigning. Det er den stærke dollar og den lave inflation. Centralbankens rentestigninger vil være meget beherskede og afhængige af de økonomiske nøgletal.

Hverken Kina eller råvare- og oliemarkedet har bidraget med signifikante nyheder. De fortsat lave råvare- og oliepriser er med til at holde inflation og renter lave.

De frygtlige terrorangrebet i Paris og på Sinaihalvøen har primært ramt rejse- og hotelbranchen. Den negative effekt på det private forbrug bliver dog opvejet af yderligere offentligt forbrug til terrorbekæmpelse.

Vi vil gerne fremtidssikre afdelingerne bedst muligt. De vedvarende historisk lave renter gør derfor, at vi bibeholder en lavere rentefølsomhed end benchmark, så vi er mere robuste ved stigende renter. Vi bibeholder ligeledes en undervægt af USD i forhold til EUR og DKK, da dollaren stadig er dyr set på 10 års sigt, således at vi er mere robuste, hvis euro skulle stige i forhold til dollaren i fremtiden.

## **Den økonomiske tillid i Eurozonen er på højeste niveau siden 2011**

Månedens PMI-tal, som beskriver indkøbschefernes tillid i euroområdet, vidner om, at genopretningen i den europæiske økonomi fortsætter trods bekymringen for udviklingen i den globale økonomi. Det lader til, at europæisk økonomi er ved at blive mere robust over for udefrakommende stød til økonomien, selvom væksttempoet stadig er moderat.

På den positive side tæller højst sandsynligt, at bekymringerne om den globale efterspørgsel er aftaget, som illustreret af vendingen i PMI-indekset i Kina. Desuden kan den nye runde fald i olieprisen og de tilbageværende positive effekter fra den svagere euro tidligere i år yde fortsatte støtte til PMI

Det positive tal ændrer dog ikke ved, at ECB kommer aggressivt på banen med yderligere tiltag. ECB kæmper som sagt med en meget lav inflation, hvilket kan gå ud over deres troværdighed. Den Europæiske Centralbank vil ligeledes signalere, at den ikke stopper med stimuli før dens målsætning om en inflation tæt på men i underkanten af 2 % er opnået. Her vil udviklingen i råvare- og oliepriserne spille en afgørende rolle.

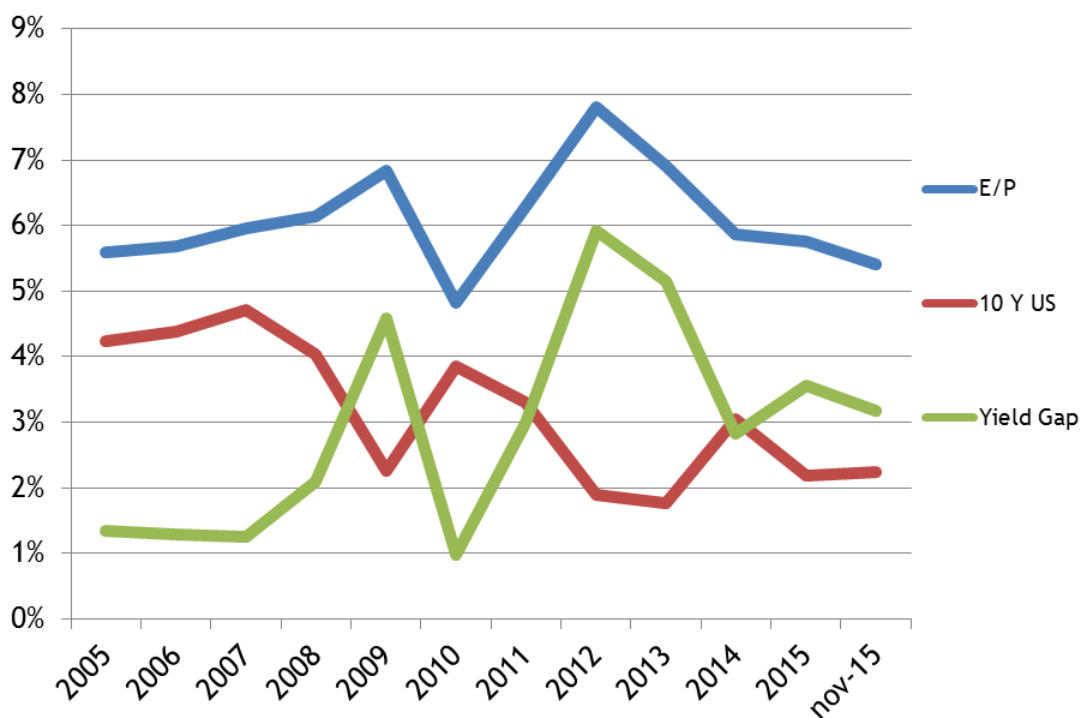
## **Prissætning af aktier og obligationer**

Aktierne fortsætter op i prissætning i behersket tempo. De fremstår stadig billige i forhold til obligationer. Pris i forhold til indtjening (P/E – prisen for 1 indtjeningskrone) bliver p.t. handlet i 18,48 mod 18,19 i slutningen af oktober, hvilket er over den historiske prissætning (primært grundet de lave renter). Tabellen på næste side giver et overblik over, hvad 1 kr. indtjening koster p.t.

P/E:	Aktuelt	Ændring
Globalt:	18,48	0,29
Nordamerika:	20,89	0,50
Europa	18,39	0,23
Pacific:	15,40	0,05
Emerging Markets	12,92	-0,13
Danmark	24,67	2,18

Skemaet viser generelt moderate stigninger, mens danske aktier igen er steget meget i relativ prissætning i forhold til deres indtjening. En indtjeningskrone koster pt. 33 % mere i Danmark end i globale aktier mod 23 % i sidste måned.

Ser vi på vores sædvanlige prissætning af aktier i forhold til obligationer, det såkaldte Yield Gap, der måler forskellen på "afkast" på aktier (indtjeningen ift. prisen på aktierne E/P) minus den 10 årige amerikanske statsrente (grøn linje i grafen på næste side), er de globale aktier i november blevet noget dyrere relativt til obligationer, og dermed lidt mindre attraktive, da forskellen er faldet fra 3,36% til 3,18%. Aktierne handler dermed stadig med over 3,5 % i discount i forhold til prissætningen af obligationer.



Note: Yield Gap'et (grøn linie) måler afkastforskellen mellem indtjening ift. pris på aktier(E/P) og den 10 årige amerikanske statsrente.

Sådan læses grafen:

Blå linje: Måler "afkastet" på aktier. Når linjen er over 6 % er aktier billige isoleret set ift. de historiske niveauer og vice versa.

Rød linje: Måler den 10 årige rente i USA. Renter og obligationskurser er negativt korreleret, dvs. jo lavere renter desto højere obligationskurser og vice versa.

Grøn linje: Måler den forventede afkastforskel mellem aktier og obligationer. Når linjen er over 2,1 % er aktier billige ift. obligationer i et historisk perspektiv og vice versa.

## Afkaststatistik (i DKK)

Afkast:	Nov.	2015	2014	2013	2012	2011
Nordamerikanske aktier:	4,5%	17,3%	30,1%	26,3%	11,2%	3,5%
Europæiske aktier:	2,7%	15,7%	7,7%	20,6%	18,7%	-9,9%
Pacific aktier:	4,2%	18,7%	8,9%	12,9%	12,7%	-12,2%
Emerging Markets aktier:	1,5%	0,8%	9,4%	-7,8%	15,4%	-16,3%
Danske aktier:	8,4%	32,7%	19,8%	34,4%	24,5%	-19,9%
Erhvervsobligationer, dollar:	4,6%	14,7%	22,0%	-6,5%	11,5%	8,7%
Erhvervsobligationer, euro:	0,6%	0,2%	8,1%	2,0%	13,6%	3,7%
Erhvervsobl., High Yield euro:	0,2%	1,9%	3,5%	6,3%	22,6%	-1,4%
Realkreditobligationer, euro:	0,4%	1,0%	7,5%	2,7%	12,0%	4,8%
Statsobligationer, G7:	2,5%	11,1%	12,5%	-9,6%	-1,0%	10,8%
Statsobligationer, euro:	0,4%	2,6%	12,8%	1,9%	10,8%	3,2%
Statsinflationsobl. Globale:	3,2%	11,8%	17,9%	-9,7%	5,3%	14,5%
Emerging Markets obligationer	2,9%	0,2%	7,7%	-14,4%	12,2%	1,3%
Nykredit Realkreditindeks:	0,3%	-0,1%	5,2%	0,9%	4,3%	6,3%

Afkast:	Nov.	2015	2014	2013	2012	2011
Dollar:	4,2%	13,2%	11,4%	-4,1%	-1,9%	3,2%
Yen:	2,3%	10,4%	-0,4%	-26,5%	-13,8%	8,0%
Pund:	1,7%	10,2%	5,9%	-2,2%	2,1%	2,4%

Afkast:	Nov.	2015	2014	2013	2012	2011
Optimal Stabil	1,4%	3,6%	9,2%	6,1%*	12,4%*	3,0%*
Optimal VerdensIndex	2,1%	7,5%	11,2%	6,4%	9,6%	2,2%
Optimal Livscyklus 2030-40	2,5%	8,1%	11,1%	11,6%*	13,4%*	-0,5%*

Note: Historiske afkast \*=Benchmark

Som det fremgår af skemaerne var der positive takter i alle aktivklasser. Specielt aktierne og ikke-euro obligationer havde en god måned, hvor danske aktier tog revanche fra sidste måned relativt sløje performance.

Fokus i markedet vil i den nærmeste tid være på, hvorledes den divergerende pengepolitik mellem USA og Eurozonen påvirker valutaer, aktier og renter.

På de nuværende renteniveauer bibeholder vi, som tidligere nævnt, en lavere rentefølsomhed, hvorved vores afdelinger vil være mere robuste over for evt. rentestigninger. Derudover har vi stadig en højere andel af euro og danske kroner ift. dollar.

Alle ønskes en god jul og et godt nytår!

Med venlig hilsen

Karsten Hannibal, Partner i Optimal Invest